Compagnie des conseils et experts financiers

Colloque

En a-t-on trop fait pour l'actionnaire ?

25 novembre 2010

Colloque animé par :

- **Gilles POUZIN**– Rédacteur en chef du *Revenu*

Intervenants :

- **Jean-Philippe BIDAULT** – Directeur général délégué DNCA Finance
- **Agnès COURTOUX** – Représentante de la CFTC au Conseil économique, social et environnemental
- **Maxime DELHOMME** – Avocat
- **Anne-Claire TAITTINGER**– Administrateur de sociétés non cotées et cotées (Carrefour/Club Méditerranée) et d'ONG
- **Pierre TODOROV** – Avocat

Gilles POUZIN

Merci d'assister à ce débat sur un sujet qui nous concerne et nous préoccupe et dont on entend beaucoup parler dans les médias. C'est le sujet des actionnaires et de leurs relations avec les entreprises, avec l'économie, les questions sociales auxquelles nous devons faire face durant cette crise. Avec la CCEF, nous avons réfléchi à ce thème « en fait-on trop pour les actionnaires », ou assez. En effet, on reproche beaucoup de choses aux actionnaires en temps de crise. Les salariés disent qu'on leur demande trop de choses au nom des actionnaires, les dirigeants disent que ce qu'ils demandent aux salariés est dû aux actionnaires. Finalement, les actionnaires eux-mêmes disent qu'ils n'ont eu à subir pour l'instant que des pertes. Beaucoup de contradictions existent autour de ce débat. Beaucoup de questions restent en suspens. Pour en débattre, nous avons réuni les meilleurs experts de ce sujet. Agnès COURTOUX est représentante de la CFTC au Conseil économique, social et environnemental, le CESE, Anne-Claire TAITTINGER, administrateur de sociétés non cotées et cotées et d'organisations non gouvernementales et philanthropiques, Jean-Philippe BIDAULT, directeur général délégué de DNCA Finance, une petite société de gestion prospère, on le verra, Maxime DELHOMME, avocat que la plupart d'entre vous connaissent bien et Pierre TODOROV, avocat du cabinet Hogan Lovells et ancien secrétaire général du groupe Accor.

Pour commencer, nous allons faire un premier tour de table avec nos experts puis un débat plus croisé entre les avis exprimés par les uns et les autres avant de vous donner la parole.

Nous avions envie de commencer par Pierre TODOROV. Vous êtes avocat au cabinet Hogan Lovells, agrégé de philosophie, très important pour un avocat, et ancien vice-président de la commission Droit de l'entreprise du MEDEF. On commence ainsi à rentrer dans le sujet. Vous avez aussi été secrétaire général du groupe Accor de 1997 à 2008. Nous n'allons pas faire l'anthologie du groupe Accor, mais cette expérience est intéressante pour notre débat. En effet, vous étiez dans un des grands groupes du CAC 40 qui prennent toutes leurs décisions ou en tout cas les annoncent au nom des actionnaires, et qui, finalement, a changé de discours en changeant d'actionnaires. Le groupe Accor a vu arriver les fonds Colony et Euraseo en 2008 qui ont pris 30 % de son capital, qui ont obtenu un tiers des sièges au conseil d'administration. Ces nouveaux actionnaires ont obtenu la scission du groupe en 2009 qui avait été démentie quelques mois auparavant au nom des actionnaires, et la présidence du groupe en 2010. Aujourd'hui, pensez-vous qu'on en fait trop ou pas assez pour ces actionnaires et ceux qui l'étaient déjà, donc pour ces différents types d'actionnaires ?

Pierre TODOROV

On va essayer de s'éloigner un peu, en tout cas au début, de la question précise du groupe Accor. Effectivement, je vais m'exprimer plutôt au titre de l'expérience que j'ai eue d'une équipe de management d'une grande société cotée. Est-ce qu'on en fait beaucoup, trop ou pas assez pour les actionnaires ? Ce qui est clair, et ce doit être une expérience partagée, c'est que depuis une vingtaine d'années on en a fait de plus en plus. Vous le savez, c'est un mouvement très profond, qui est adossé à une doctrine économique de création de valeur actionnariale, à des théories de gouvernance. Ce que tous les dirigeants de sociétés cotées ont expérimenté depuis vingt ans, c'est, non pas une intrusion, mais une présence des actionnaires de plus en plus forte et traduite juridiquement à travers un certain nombre d'instruments. Schématiquement, de plus en plus de transparence est exigée de la part des sociétés cotées, notamment en termes de communication financière et d'informations financières. Les outils sont de plus en plus développés pour que les actionnaires, et notamment les actionnaires institutionnels non résidents, puissent influencer la direction de la société. Toutes les problématiques d'accès aux droits de vote, de facilitation du droit de vote ont été adoptées par les grands textes européens, notamment les directives Transparence, droits des actionnaires, etc. Le mouvement est très profond. Est-il en soi

positif ou négatif ? C'est l'objet de ce débat. Il faut simplement avoir en tête qu'il s'agit d'une évolution très puissante.

Dans le cas spécifique d'Accor, la problématique est celle d'une position d'actionnaire dit professionnel qui décide dans une opération qu'on appelle de PIPE (Private Investment in Public Entity), c'est-à-dire d'investissements privés dans une entité cotée, initiée au début des années 2000. Il s'agit de prises de participations significatives sur le modèle du private equity, mais dans une société cotée. La première opération d'envergure de cette nature en France a été réalisée par le fonds Silver Lake sur Thomson à l'époque. Là, on n'est pas dans la problématique des actionnaires institutionnels, des sociétés de gestion, des fonds qui prennent des participations extrêmement minoritaires dans des sociétés cotées dans une logique de gestion de portefeuilles d'actifs. On n'est pas dans la logique non plus des fonds activistes qui prennent des positions très minoritaires, mais avec une stratégie de pression sur le management pour obtenir des décisions managériales à court terme ou une réorientation stratégique de l'entreprise. On est dans une stratégie qui consiste pour un fonds d'investissement à prendre une participation significative qui lui donne accès à une certaine capacité d'influence sur le management. Dans le cas d'Accor, il s'agissait à l'origine d'une participation de 10 %. Comme vous le savez, chez Carrefour, des actionnaires voisins ont mené une opération à peu près de même dimension. Deux problématiques se posent pour savoir si on en fait trop ou pas assez. La première est la question de l'influence : quel est le niveau d'influence qu'un actionnaire qui se positionne de cette façon délibérément en tant que conseil stratégique du management, souhaitant peser sur le management doit obtenir alors même qu'il se pose clairement dans une optique de ne pas prendre le contrôle de droit de la société ? Pour dire les choses plus clairement, c'est la problématique du contrôle rampant. La deuxième problématique est la question de l'alignement des intérêts et d'horizons temporels entre un actionnaire, par définition un fonds de style private equity, ayant vocation à sortir dans les 5 à 7 ans maximum ; comment cet horizon de temps se concilie-t-il avec la stratégie d'une entreprise cotée ? Cela renvoie à la question de *l'affectio societatis* évoquée auparavant.

Gilles POUZIN

Merci, voilà un bon résumé des problématiques auxquelles nous sommes confrontés dans ce débat. Anne-Claire Taittinger, vous avez été élue en 1997 présidente du Groupe du Louvre, dont la famille Taittinger détenait 44 %, avec des filiales prestigieuses comme la maison de champagne Taittinger, mais aussi les cristalleries de Baccarat que vous avez particulièrement dirigées et redressées, les hôtels Concorde, Crillon, Concorde Lafayette, Campanile aussi. Là aussi, en 2005, vous voyez arriver le fonds d'investissement américain Starwood auquel la famille vend ses actions et le contrôle du groupe. Les petits actionnaires sont expropriés par un retrait obligatoire de la cote. Vous quittez vos fonctions et le groupe familial est vendu en morceaux. Je ne vous demanderai pas si on en fait trop ou pas assez pour les actionnaires, mais plutôt ce que vous pensez des différences d'objectifs et de traitement de ces trois familles d'actionnaires : les actionnaires historiques familiaux que vous représentiez, les petits porteurs qui ont été expropriés et qui étaient pour certains très attachés à leurs actions Groupe du Louvre et ces actionnaires fonds d'investissement qui rachètent un groupe, le sortent de la cote et le revendent en morceaux. Quelles sont les différences d'objectifs, d'alignement des intérêts et de traitement de ces trois familles au regard des problématiques soulevées par Pierre Todorov en termes d'influence ou de contrôle rampant ? En l'occurrence, il n'était pas rampant.

Anne-Claire TAITTINGER

D'abord, je voudrais répondre à ce que vous esquissez dans la dernière partie de votre question. En me préparant à venir aujourd'hui, je me suis aperçue que j'avais été mêlée à plusieurs types de sociétés. J'ai commencé par être fondateur d'une SCOP, d'une société

coopérative ouvrière de production, j'ai repris ensuite la direction et une part de l'actionnariat à travers le groupe dont vous parlez, d'une société cotée à l'époque à la Bourse de Paris et fondée par un illustre monsieur qui en avait fait une affaire unipersonnelle même si c'était une grande société, c'était ELM Leblanc. À l'époque ELM Leblanc chauffait un tiers des appartements parisiens. J'ai été actionnaire d'une des premières sociétés par actions de France, historiquement, la société Baccarat qui est devenue une société par actions au début du XVIIIe siècle. Cela s'appelait non pas des actions à l'époque, mais des parts. J'ai été mêlée à l'activité d'une société d'économie mixte, société avec des actions regroupant des collectivités locales qui étaient actionnaires. J'ai été actionnaire de sociétés d'origine familiale, mais qui avaient pris le contrôle de sociétés cotées à la Bourse de Paris. Je dis tout cela parce que je ne vais pas citer de nom, après, dans mes réponses ; à vous de faire le rapprochement.... J'ai été administrateur de Dexia qui est une société dont les grands actionnaires étaient de nationalités différentes, néerlandaise, belge et française, représentés à chaque fois par des institutions de chacun de ces pays et des collectivités locales. Je suis administrateur de Carrefour, vous l'avez cité, dans une problématique sur laquelle je reviendrai, et aujourd'hui je suis de l'autre côté de la barrière en tant que membre d'un fonds d'investissement. J'anime ma propre société. Voilà un parcours très diversifié qui m'amènera à répondre sur le fond de la question : oui on en fait trop pour les actionnaires. C'est-à-dire que l'on oublie constamment ce qui doit être défendu dans une société, c'est-à-dire son intérêt social, ce qui garantit sa pérennité.

L'intérêt social ce n'est pas de faire du social, mais c'est garantir la pérennité, la prospérité et le développement de l'entreprise dont on est actionnaire, salarié ou partie prenante. Cela va au-delà de l'intérêt de chacune des parties prenantes. C'est l'intérêt de l'entreprise. Dans toutes les entreprises que je vous ai citées, il y avait des intérêts personnels, d'un fondateur qui voulait garder la société et la diriger à 95 ans, d'une famille qui aurait pu s'orienter vers le népotisme, d'actionnaires qui étaient plus politiques qu'actionnaires et qui tiraient la société d'économie mixte ou la société grande banque européenne vers des prises de participations et vers des stratégies qui étaient en définitive néfastes. Vous avez parlé d'actionnaires minoritaires, mais qui sont en fait des vrais actionnaires de contrôle sans en avoir ni les charges, les obligations, et qui exercent non pas une influence, mais un contrôle dans les grandes sociétés cotées du CAC 40 avec ce que cela peut supposer comme torsion de la stratégie vis-à-vis de l'intérêt social de l'entreprise. Je pense vraiment, en tout cas si l'on reste fidèle à l'esprit du législateur qui a parlé de l'intérêt social des entreprises, que l'on n'a plus cet esprit. Les dirigeants ne se sentent plus mandatés pour défendre l'intérêt de l'entreprise, à tort ou à raison.

Gilles POUZIN

Par qui se sentent-ils mandatés aujourd'hui ?

Anne-Claire TAITTINGER

Ils se sentent mandatés par les actionnaires, mais ils devraient répondre par ce que prévoit la loi, c'est-à-dire garantir autant que faire se peut un niveau de résultat convenable qui permet de rémunérer les capitaux investis, avec un dividende, une information claire avec une périodicité en phase avec la société, c'est-à-dire pas forcément trimestrielle, autant de choses sensées qui répondent et qui respectent l'actionnaire, mais qui ne nuisent pas au travail de l'entreprise. On en fait trop pour les actionnaires, on ne leur donne pas forcément ce qu'on doit leur donner et si on le leur donne, on leur offre un pouvoir qui, à mon avis, va à l'encontre de l'intérêt de l'entreprise, donc des autres parties prenantes et quelquefois d'autres actionnaires. Mais je ne vais pas répondre à la place du fonds d'investissement qui a racheté la majorité du capital du groupe Taittinger et du Louvre. Je peux dire que la décision de vendre de ma famille, puisqu'elle était actionnaire de contrôle, a été prise, car secouée elle aussi par d'autres types d'actionnaires qui étaient des actionnaires raiders,

activistes, voire plus que cela et par un non-actionnaire par définition, qui est la fiscalité française des entreprises qui exerçait une forte pression. Quand elle a décidé de vendre, ma famille a vendu au plus offrant. Mon mandat à l'époque était simplement de garantir qu'on vendait bien aux plus offrants, ce qui était censé désintéresser les petits actionnaires. Je me suis sentie chargée de leur donner la garantie qu'ils retireraient au moins le meilleur prix pour les actions qu'ils détenaient. Cela n'a pas été simple là non plus. Ensuite, le retrait forcé, le *squeeze out*, est une décision de l'actionnaire américain et j'ai dû m'incliner. Voilà ce que je puis dire et que j'ai constaté.

Gilles POUZIN

Je vous remercie, nous reviendrons sur un certain nombre de points. Nous allons continuer avec un représentant des actionnaires sans visage, les fonds d'investissement. Jean-Philippe Bidault, vous êtes secrétaire général de DNCA, une jeune société de gestion prospère qui gère plus de cinq milliards d'euros aujourd'hui. Créée il y a une dizaine d'années, elle a été rachetée en partie il y a quatre ans par la banque Leonardo. On parle beaucoup de ces fonds actionnaires, mais on n'a pas encore parlé des actionnaires des fonds, des clients des fonds. Précisons tout d'abord que vous gérez des fonds ouverts au public, qui n'ont rien à voir avec les fonds Starwood ou Colony dont on a parlé. Vos fonds sont censés représenter les épargnants, ceux pour qui on parle au nom des actionnaires, que ce soit chez vous à travers les fonds communs de placement, les SICAV et même quand on parle des institutionnels, des caisses de retraite, des compagnies d'assurance. À chaque fois, ce sont des intermédiaires pour le compte des épargnants. Ils doivent gérer une contradiction ; parfois les fonds d'investissement, ont une durée de détention de leurs titres assez courte, en moyenne inférieure à un an. C'est peut-être plus long chez DNCA, vous nous le direz. La contradiction est de devoir assumer l'intermédiation pour des épargnants en étant actionnaire, mais sans en avoir tous les attributs, en tout cas pas le risque financier, en ayant le devoir de voter au nom de vos clients, mais dans des entreprises dans lesquelles vous ne restez pas très longtemps. Comment assumez-vous ce rôle assez particulier d'actionnaire ?

Jean-Philippe BIDAULT

C'est la spécificité des sociétés de gestion que de recevoir mandat de leurs clients pour gérer leur épargne. La particularité est que dans la gestion sous mandat, nous déterminons les titres dans lesquels l'investisseur va participer ; en revanche, c'est l'investisseur qui est actionnaire. Dans les fonds communs de placement, c'est identique. Nous recevons mandat pour sélectionner les titres cotés dans lesquels va aller s'investir l'épargne des investisseurs, en revanche, le droit de vote appartient à la société de gestion. C'est là où l'on relève une différence par rapport au portefeuille de gestion où l'investisseur n'est pas actionnaire. Il y a une sorte de non-transparence, le fonds constituant un peu un écran opaque entre l'investisseur et la société dans laquelle le fonds est investi.

L'intervention du fonds est limitée d'abord par les règles prudentielles qui leur sont imposées dans le cadre des fonds aux normes européennes. Nous devons obéir à des règles de dispersion et les détentions de capital de société supérieures à 5 % ne peuvent pas excéder 40 % de la totalité de l'actif du fonds.

Un premier pas a été fait en 2003 par la modification du règlement de l'AMF qui a introduit un article 314-100 qui donne obligation aux sociétés de gestion, selon des critères dont les sociétés de gestion sont maîtres, de participer aux assemblées générales des sociétés cotées dans lesquelles elles sont investies et ensuite de rendre compte aux investisseurs des votes qu'elles émettent lors de ces assemblées. Nous indiquons tous les ans depuis 2003 le nombre de sociétés dans lesquelles nous avons voté, les votes d'opposition émis et

la manière dont nous avons exercé nos droits de vote (par correspondance, par présence, par délégation).

Gilles POUZIN

Pour rebondir sur votre rôle d'intermédiation, des clients de vos fonds vous disent-ils qu'il ne fallait pas voter comme cela, pourquoi n'avez-vous pas voté contre telle résolution, etc. ? Les gens s'intéressent-ils à cela ?

Jean-Philippe BIDAULT

Non. On s'aperçoit que les droits de vote dans les sociétés que les fonds détiennent dans leur portefeuille sont beaucoup mieux exercés que par les investisseurs qui ont des portefeuilles titres et qui ne participent pas aux assemblées générales. Les petits actionnaires ne participent pas aux assemblées générales des sociétés, contrairement aux fonds. Pour donner un exemple, l'an dernier nous avons participé à trente assemblées générales et délibéré sur 550 résolutions, le tout au nom des investisseurs.

Gilles POUZIN

550 résolutions représentent effectivement du travail, mais il y a toujours cette contradiction. On en parlait en préparant notre débat. Vous disiez avoir du mal à intéresser les gens, que vous essayez de vous substituer à eux sans avoir forcément toute la légitimité, ou elle ne nous est pas forcément reconnue et c'est normal. Mais d'autres systèmes existent-ils ? Que peut-on faire pour rapprocher les épargnants des sociétés dans lesquelles vous prenez des décisions pour leur compte ?

Jean-Philippe BIDAULT

Je ne vois pas très bien quel système on pourrait trouver à partir du moment où on est dans un système coopératif. Finalement, le fonds commun de placement ou la SICAV – l'un a une forme de société, l'autre est une société qui n'a pas de forme juridique précise – sont un système de copropriété. Dans un système de copropriété, je ne vois pas comment on peut ne pas mettre en place un représentant des investisseurs. Par défaut, c'est la société de gestion. Elle doit publier sa politique de vote sur son site internet. En ce qui nous concerne, nous nous obligeons à voter dès lors que nous détenons plus de 0,5 % du capital d'une société ou lorsqu'on détient plus de 10 millions d'euros investis dans une société, et ceci pour l'ensemble des fonds communs que nous gérons. Autre particularité chez DNCA, nous avons une gestion de conviction et nous détenons les titres en portefeuille sur des durées très longues. Nous avons des titres en portefeuille depuis la création de la société, donc dix ans. C'est une gestion de conviction et des positions longues. Nous ne sommes pas dans le cas d'autres sociétés de gestion qui sont beaucoup plus dynamiques dans leurs investissements. On dit souvent qu'un investissement à long terme est un investissement court qui a mal tourné.

Gilles POUZIN

C'est particulièrement pertinent depuis dix ans.

Jean-Philippe BIDAULT

Nous avons des taux de rotation de portefeuille qui sont très faibles.

Gilles POUZIN

Lorsque vous dites que les durées de détention sont très longues, elles sont certes très supérieures à celles de la moyenne des fonds qui sont à peu près d'un an, mais elles ne sont que de trois ans. C'est trois fois plus long qu'un an, mais à l'échelle de la vie d'une société, d'un projet d'investissement, d'une réorganisation, de développement à l'étranger, d'achat d'usines, cela paraît en même temps très court. Comment gérer cette difficulté de suivre le long terme en étant investisseur à assez court terme ?

Jean-Philippe BIDAULT

Nous ne sommes pas du tout sur ce genre de raisonnement. Nous investissons dans des entreprises parce que nous croyons dans le projet de l'entreprise, dans son marché, dans son management et dans la structure de son capital. Si nous ne croyons plus au potentiel de développement de la société, la Bourse est là pour trouver un investisseur de substitution à celui que nous étions. Les marchés sont là pour cela. Je ne vois pas en quoi il y aurait pour nous une obligation d'avoir des positions à long terme. Nous avons une position d'investisseur en attendant du capital investi un retour sur investissement ou une rentabilité. Donc nous pouvons sortir de notre investissement par l'intermédiaire des marchés qui sont régulés.

Gilles POUZIN

Ce point de vue des intermédiaires de l'actionnariat est intéressant. Agnès Courtoux va nous donner un point de vue du débat sur l'actionnariat un peu différent. Vous siégez au Conseil économique, social et environnemental, le CESE, au nom de la Confédération française des travailleurs chrétiens, la CFTC, syndicat fort sympathique dont je suis moi-même le représentant pour la presse. Vous avez aussi été secrétaire de la fédération CFTC de la banque où vous avez souvent combattu les sacrifices demandés au nom des actionnaires qui vous semblaient surtout refléter certains caprices des dirigeants, des modes financières ou des dérives du capitalisme. À ce sujet, une actualité va illustrer notre débat. Les parlementaires européens se sont beaucoup émus des dégâts faits dans l'économie réelle, celle des entreprises et de l'industrie, par des fonds d'investissement démantelant certaines entreprises. Ils ont adopté le 11 novembre, jour de l'Armistice, la directive AIFM (Alternative investment fund managers) notamment sous l'impulsion du député européen Jean-Paul Gauzes. C'est la fameuse directive sur les hedge funds mais la gestion alternative au sens large comprend aussi les fonds d'actions non cotées. Elle prévoit de contrôler et de limiter l'asset stripping, c'est-à-dire le démantèlement des entreprises pour protéger les réserves économiques des cibles de rachats par des actionnaires financiers. Pensez-vous, comme le Parlement européen, que certains actionnaires agissent contre l'intérêt des entreprises qu'ils achètent ?

Agnès COURTOUX

Oui. Comme Mme Taittinger, ce qui m'intéresse surtout, en tant que représentante des salariés, c'est l'entreprise. Trop de décisions se prennent aujourd'hui dans une société de l'immédiateté, à court terme. Pour flatter un actionnaire, on va prendre la décision de couper une branche sans regarder si cela peut atteindre de façon définitive l'entreprise. Qu'est-ce qu'une entreprise ? Ce sont des actionnaires, bien sûr, et nous en avons besoin, mais c'est aussi un intérêt social, ce sont les salariés qui vont faire prospérer l'entreprise. On les malmène le plus souvent. S'agissant des entreprises cotées, si l'on y regarde de près et si on met à part Bouygues qui a créé des emplois ces dix dernières années, toutes les autres sociétés se sont délestées de leurs salariés, chaque fois avec des actionnaires qui

applaudissaient. Il me semble que les actionnaires, d'une manière générale, se tirent parfois des balles dans le pied. On ne peut pas dire les choses autrement parce que l'entreprise est faite pour durer, pour conquérir des marchés, pour satisfaire ses clients qu'on oublie trop souvent dans la relation quand on oppose l'actionnaire et le salarié. On travaille aussi pour un client qu'on a à fidéliser. Cela me semble quelque chose de très important.

Nous sommes aussi aujourd'hui dans une société où il n'y a plus trois catégories d'acteurs – les actionnaires, les salariés et les clients. Le salarié est souvent client de son entreprise, mais souvent aussi actionnaire. Le projet est partagé. C'est à partager dans la durée pour en partager les fruits, donc avoir une politique salariale qui n'a pas été efficiente ces dernières années.

J'ai travaillé au Crédit Foncier qui a connu de nombreux déboires en 1995. Je représentais les salariés au conseil d'administration. L'actionnariat était disséminé dans le public et il n'y avait aucun actionnaire majoritaire en 1995. En cumulant une remontée de pertes de filiales, une année difficile pour l'immobilier et en même temps une suppression par l'État du monopole de la distribution des prêts aidés, ne pas avoir d'actionnaire majoritaire est quelque chose de très douloureux et ennuyeux. En effet, un actionnaire sert aussi à faire le gros dos et à soutenir l'entreprise quand cela va mal. Encore une fois, une entreprise doit vivre dans la durée. Elle ne doit pas qu'apporter du capital et garantir une rentabilité à trois mois. Tout cela n'a pas de sens. Nous étions sous la tutelle des pouvoirs publics. Il y a eu une OPA. Nous avons été portés par la Caisse des dépôts et consignations et nous avons été repris en 1999 par le groupe des Caisses d'Épargne. Ce groupe a dès le début affiché son souhait de garder l'entreprise en l'état, de la réformer, d'aller sur des marchés plus libres et de conserver la banque du Crédit Foncier. Elle sera vendue quelques années après.

Là aussi, séparer une entreprise en secteurs, essayer d'avoir un pourcentage pour chaque secteur n'a pas toujours de sens. L'entreprise forme un tout. Si l'on coupe un secteur, il faut regarder quel en est l'impact sur les autres secteurs de l'entreprise. Cela peut la fragiliser. Je ne dis pas qu'il faille garder dans une entreprise des branches qui sont lourdement déficitaires sans s'interroger sur le pourquoi, sur des restructurations nécessaires. Mais couper pour dégager tout de suite de la plus-value, au mépris des salariés, n'est souhaitable pour personne. D'une manière générale, c'est inintelligent. Que le législateur s'en soit préoccupé et intervienne est une très bonne chose.

Gilles POUZIN

Je vous remercie. Pour la petite anecdote, ce qui est intéressant dans votre expérience de représentante syndicale, de représentante des salariés actionnaires, dans une entreprise cotée dans un secteur parapublic, c'est qu'à un moment donné vous vous trouvez des intérêts communs avec les petits actionnaires privés minoritaires. Je me souviens avoir écrit à l'époque un article pour *L'Expansion* indiquant que la faillite du Crédit Foncier était quelque chose d'assez formidable puisque trois mois avant, les dirigeants annonçaient un actif net réévalué par action. Trois mois plus tard, il n'y avait plus rien et la faillite a été évitée de justesse. Les petits porteurs et les épargnants étaient très mécontents. Vous vous êtes trouvé des intérêts communs, pour sauver un petit peu les salariés autant que les petits porteurs, avec Colette Neuville.

Agnès COURTOUX

Tout à fait. Nous nous sommes groupés en intersyndicale pour défendre cette entreprise que nous aimons beaucoup. Nous avons eu plusieurs rencontres avec Mme Neuville.

Gilles POUZIN

C'est une illustration concrète du fait que le discours au nom des actionnaires, contre les salariés, ne satisfait parfois ni les actionnaires ni les salariés.

Agnès COURTOUX

Parmi les petits actionnaires, notre caisse de retraite était actionnaire de la société, comme de nombreux salariés. Nous aimions beaucoup cette société. C'est pour cela que nous l'avons si bien défendue. Elle vit toujours. Elle a connu un plan de restructuration très important, douloureux. Quand on est 3 600 salariés et qu'on accepte d'en faire partir plus de 600 dans un premier temps, et 900 au total, on devient un peu névralgique.

Gilles POUZIN

Nous reviendrons sur tous ces aspects. Pour poursuivre notre panorama des différentes problématiques de ce débat, on a vu les différents types d'actionnaires, les différentes situations auxquelles on est confronté, nous passons à Maxime Delhomme.

Vous êtes avocat, plus particulièrement reconnu pour votre expertise en droit pénal des affaires et notamment des affaires financières. Plusieurs réflexions faites à propos du rôle des actionnaires vous touchent directement, car vous êtes intervenu dans cette affaire où des actionnaires ont détourné de l'argent au détriment de leur entreprise et surtout au détriment des autres actionnaires. Le monde est petit puisqu'il s'agit d'une société qui est dans le périmètre du groupe Accor : la Fermière du Casino de Cannes, séparée aujourd'hui du groupe Lucien Barrière dont le groupe Accor a pris le contrôle lors de son alliance avec Colony. Alors y a-t-il plus grande menace pour une entreprise que des actionnaires indélicats ? Et surtout comment mieux protéger les entreprises et leurs petits actionnaires – et même leurs salariés – contre les dérives éventuelles de ces actionnaires malveillants ?

Maxime DELHOMME

Tout d'abord, le terme actionnaire ne veut rien dire. En effet, il y en a de toutes sortes. Dans cette affaire, Barrière, le propriétaire du Fouquet's, a été condamné à 67 millions d'euros sur intérêt civil, c'est le record de France de l'abus de bien social en individuel. Le record de condamnation est détenu par Elf pour le même motif, mais en équipe, car ils étaient nombreux.

Je salue la présence de Luc Janin avec qui j'ai commencé cette affaire qui nous a pris 17 ans, car il a fallu aller en cassation… Pendant 17 ans nous nous sommes fait traiter de tous les noms, pas des plus sympathiques, le plus gentil était « maître chanteur ». Le jour de la condamnation, il n'y avait plus personne pour dire ce qu'il en était du chantage. Il n'y a pas eu un article de presse. Certains articles ont même été « trappés », comme on dit, par les services de communication des gens condamnés et qui paradent dans certaines organisations patronales pour expliquer l'éthique, la transparence.

Gilles POUZIN

Qui ? On veut des noms !

Maxime DELHOMME

Il y a le propriétaire d'un bistrot sur les Champs-Élysées où boivent certaines personnes lorsqu'elles ont des petites fêtes à célébrer. Ce n'est pas anecdotique, car il a fallu que des gens se battent pendant 17 ans à leurs frais pour faire valoir quelque chose qui normalement

aurait dû passer complètement inaperçu. Évidemment, c'est facile de dire qu'il n'y a pas de problèmes quand on ne les voit pas.

Revenons au sujet global, je trouve drôle qu'on dise qu'on en fait trop pour l'actionnaire. Autrement dit, le capital abuse. Pas le petit capital, mais le capital significatif, celui qui peut se faire entendre. Parce qu'il s'agit d'une lutte de pouvoir.

Historiquement que s'est-il passé ? Dans un premier temps, dans les années 1970, le capital dormait, les managers faisaient du management, on avait de grandes compagnies ou des petites compagnies familiales. Tout le monde s'évertuait à ne pas réveiller l'actionnaire. Deuxième temps, dans les années 1980, un certain nombre de personnes qui se sont intéressées au management des entreprises se sont aperçues qu'il valait mieux toucher des dividendes que des rémunérations et sont devenues très actives en capital. On a vu quelques opérations de raid sur des patrimoines un peu endormis à l'occasion de fusions. On est passé ensuite à une troisième époque qui est la disparition de l'actionnaire individuel. L'actionnaire n'existe plus, on a des gens qui regroupent de l'épargne et qui sont les actionnaires. Ce sont eux les vrais actionnaires. Nous, nous sommes obligés d'épargner parce que ne voudrions pas être à la charge de nos enfants. L'épargne est un produit obligatoire. Mais on n'a plus les moyens de se faire entendre. On dit qu'on a fait trop pour les actionnaires. J'ai entendu que vous parliez de transparence. Non, on n'a strictement rien fait. Sauf la transparence de savoir que je me fais avoir, en long en large, sur un écran de 4 x 3. Quel est le pouvoir de l'actionnaire ?

On a empêché les gens de se regrouper pour voter, parce qu'il n'est pas prévu des associations d'actionnaires minoritaires dans le Code ; vous avez le droit en tant que citoyen de vous associer pour faire n'importe quoi, la pêche à la ligne, le tir à la carabine, mais pas de regrouper des actionnaires. C'est interdit. Silence. C'est totalement oublier d'ailleurs un principe de droit, car la question est bien l'abus de droit, l'abus de majorité, l'abus du pouvoir. Le management, qui aujourd'hui nous dit qu'il est pressuré par le capital qui lui demande une trop grande rentabilité, se moque du monde. Ils sont tous à se précipiter pour demander l'argent des fonds en promettant des rendements. Le marché de l'action, c'est un marché de promesse. Ils sont là promettre 15 %, un autre renchérit et propose 16 %, par ici la monnaie. On se moque de qui en disant « on est pressuré » ? Il faut arrêter. Évidemment, après, pour essayer de se maintenir sur ce marché de la promesse, il faut sabrer.

Il y a quelque chose de très amusant dans les journaux cette semaine. On voit qu'un groupe a acheté beaucoup d'actions et dit que dans les magasins il faut distinguer les murs de l'exploitation, car c'est du management intelligent qui va faire rentrer les sous qu'il a investis. Sur l'autre page, il y a des universités qui ont pris un tout petit peu d'autonomie et qui disent que si elles n'ont pas les immeubles, elles ne peuvent pas gérer à long terme. Ils sont bêtes ces universitaires ou quoi ? Il ne faudrait peut-être pas leur donner nos enfants à éduquer !

Alors, qui arbitre tout cela ? Personne. Parce que tout le monde est acheté pour se taire finalement. On vous vend des opportunités, on ne vous vend plus des promesses. On ne vous vend plus un projet. L'affectio societatis, c'était quoi ? C'était d'avoir un projet, on investissait dans des valeurs. On parlait de bon père de famille. Mais c'est fini, aujourd'hui, c'est le coup de Bourse. Il faut être sur le coup. Est-ce que cela présente un intérêt économique ?

Alors, on revient aux prémices du capitalisme, au moment où les gens investissaient dans ces navires qui partaient au loin. Lorsqu'ils revenaient, on faisait la liquidation. On passe son temps à faire des liquidations. On a fini la continuité. L'investissement peut changer du jour au lendemain. Lui, il reste trois ans, mais on ne peut pas changer le travail toutes les semaines, on ne peut pas changer de vie toutes les semaines. Il y a donc une déconnexion entre ce qui est le moteur de la vie économique, puisque la finance c'est cela, et notre vie.

On est arrivé à ce problème qui est simple pour le juriste que je suis. La démocratie, ce n'est pas le droit de vote. En l'espèce, les actionnaires votent avec leurs pieds, que ce soit les gros ou les petits, ils s'en vont ou ils restent. Le droit de vote n'y est pour rien puisque c'est

le majoritaire qui le maintient. Au cours des 25 dernières années, il s'est encore consolidé. La démocratie, ce n'est pas uniquement d'avoir raison quand on est majoritaire, c'est le respect des minoritaires. C'est ce qui s'appelle le principe majoritaire. C'est ce qui a fabriqué notre société. Cela a été un principe de droit canon. Vous le retrouverez dans le Contrat social de Rousseau. C'est ce qui fait notre société, ce qui a fait notre société ces 200 dernières années. Je crains qu'en abandonnant ce principe et en abandonnant l'affectio societatis pour une petite mécanique de l'instant, on ait détruit cela en n'ayant pas voulu considérer que l'actionnaire était aussi un citoyen.

Gilles POUZIN

Merci Maxime. Il y a beaucoup de sujets de débat à approfondir certainement entre le spécialiste de droit pénal et l'agrégé de philosophie du CAC 40.

Nous reviendrons sur les actions collectives, puisque Maxime a rappelé que nous n'avions pas le droit de nous associer pour exercer le droit de vote, mais on n'a pas le droit non plus de s'associer pour réclamer réparation d'un préjudice quand on est actionnaire. On parle de ces petits actionnaires, les lecteurs du *Revenu,* finalement. Oui, nous avons des lecteurs actionnaires. C'est un peu une espèce en voie de disparition, comme la presse. Je vous invite à soutenir cette espèce en voie de disparition.

Nous avons fait un sondage et contrairement à l'image qu'on a parfois des actionnaires, finalement les sondés partagent assez le point de vue d'Agnès Courtoux, de Maxime Delhomme, de Mme Taittinger. Première question : « Vous sentez-vous suffisamment considéré en tant qu'actionnaire individuel, salarié ou professionnel ? » – il y avait toutes les catégories d'actionnaires. « Non pas tellement » a recueilli 53 %, « Non pas du tout » 18,6 %, donc environ 7 actionnaires sur 10 se sentent insuffisamment considérés. Pour le débat sur ce que font les dirigeants au nom de leurs actionnaires, nous pouvons ouvrir une petite parenthèse sur les rémunérations, thème à la mode et qui a beaucoup ému l'opinion publique durant la crise. Nous avons posé la question « Comment fixer la rémunération des dirigeants ? ». Une seule réponse était possible parmi un choix de cinq réponses. Finalement, 1,1 % des lecteurs du *Revenu* pense que la rémunération des dirigeants doit être fixée par un salaire fixe avec stocks options. « Part variable liée à la performance boursière de l'entreprise » recueille 6,7 % d'opinions favorables alors qu'on arrive à 61,9 %, c'est-à-dire le principal choix des lecteurs du *Revenu*, pour la part variable liée à la performance économique de l'entreprise. Donc, les lecteurs du *Revenu* ont bien compris que le discours des dirigeants et leur mode de rémunération n'étaient ni favorables à l'entreprise, ni forcément aux petits actionnaires de long terme que sont les lecteurs du *Revenu* qui ont une durée de détention souvent supérieure aux 17 ans nécessaires pour faire un procès, mais plus proche de leur durée de vie qui est assez longue, je vous rassure, car lire le *Revenu* conserve !

Pour poursuivre dans ce sens, j'avais trouvé un article très intéressant dans *les Échos* il y a quelque temps, qui titrait : « Rémunération des grands patrons : les sociétés familiales sont moins généreuses », c'est-à-dire plus intelligentes, finalement. Non pas que la générosité ne soit pas intelligente, mais l'excès de générosité envers des dirigeants va peut-être à l'encontre des intérêts à long terme des entreprises. C'est un peu ce que disait cet article.

Anne-Claire TAITTINGER

Je ne peux pas faire de statistiques sur les sociétés familiales, ni parler au nom des dirigeants, mais ce qu'apprécient au-delà de toute rémunération les dirigeants d'entreprise, petite, moyenne ou grande, familiale ou non, c'est qu'on respecte leur rôle. C'est à eux aussi de le faire respecter, c'est aux dirigeants de rappeler quel est leur rôle et qu'ils sont là pour travailler à la prospérité de la société avant les intérêts quelquefois divergents des différentes parties prenantes. Au-delà de l'argent, me semble-t-il, la plupart des dirigeants

que j'ai rencontrés veulent l'autonomie de leur gestion et qu'on les laisse diriger, développer et rendre des comptes aux actionnaires. Dans les sociétés familiales, c'est un point clé. En effet, l'une des raisons pour lesquelles les sociétés familiales semblent moins fortement rémunérer leurs dirigeants, qu'ils soient actionnaires ou non, c'est le dialogue entre les dirigeants et les actionnaires qui fait que leur travail est plus intéressant et qu'on leur fait confiance. C'est plus important que l'argent.

Gilles POUZIN

Comme le disait Maxime, il n'y a plus d'actionnaire. En dehors des fonds, qui sont des intermédiaires, les seuls actionnaires qui restent impliqués avec toutes les prérogatives et les risques, ce sont les actionnaires familiaux.

Anne-Claire TAITTINGER

Souvent, oui.

Gilles POUZIN

Dans leur responsabilité de long terme, ce rôle de contrôle est peut-être mieux exercé que quand il n'y a que des conseils d'administration. Les conseils d'administration sont très critiqués. C'est vrai qu'il y a des contrôles rampants. Pierre Todorov, peut-on faire mieux comme représentation ?

Pierre TODOROV

En tout cas, je sais ce qu'il ne faut pas faire. Ce qu'il faut faire, et je suis tout à fait d'accord avec Mme Taittinger, c'est laisser les dirigeants au sens large, incluant le conseil d'administration, diriger les entreprises. Malheureusement, on observe la tendance inverse. Comme il y a de moins en moins d'actionnaires au sens propre du terme, c'est-à-dire impliqués dans la vie de l'entreprise, ils se désintéressent du vote quand ils votent. C'est une expérience que j'ai vécue lorsque j'étais chez Accor. C'est extrêmement frustrant pour les dirigeants d'une entreprise de voir que l'immense majorité des investisseurs institutionnels ne votent qu'en cochant les mêmes cases que celles indiquées par les proxy advisors ou le proxy advisor dominant. Au lieu d'analyser la société et de réfléchir, les investisseurs se calquent dans leur politique de vote sur des stéréotypes.

Gilles POUZIN

Vaut-il mieux donner un pouvoir au président ?

Pierre TODOROV

Bien sûr ! Je crois qu'il y a beaucoup de démagogie sur ces sujets. Je pense que ceux qui sont à même de comprendre sont le président et son conseil d'administration. Le président et le conseil d'administration sont nommés et sont révocables par l'assemblée générale, mais je trouve qu'il y a un vrai paradoxe, car ces investisseurs qui ne sont pas des actionnaires revendiquent en même temps le droit de se mêler de plus en plus du management de la société, par exemple sur la question de la rémunération des dirigeants. À mon avis, on est dans la démagogie totale, car la rémunération des dirigeants est importante, mais compliquée aussi. Il est tout à fait légitime que ce soit du ressort du conseil d'administration et non pas de l'assemblée générale, contrairement aux exigences de

certains investisseurs institutionnels. Il me semble qu'il faut peut-être améliorer les processus de fonctionnement des conseils d'administration, par exemple les problématiques de limitation de cumul des mandats, mais ce serait faire fausse route que de croire que l'on va améliorer la gouvernance des sociétés et donc leurs performances en renforçant « le pouvoir » des actionnaires puisque justement s'il y a un point de consensus entre nous, c'est qu'à part les sociétés familiales, il n'y a plus d'actionnaire.

Gilles POUZIN

Il n'y a plus d'actionnaire et leur donner plus de pouvoir n'améliorerait pas la gouvernance. C'est vrai que c'est un peu le consensus qui se dégage dans cette table ronde. En a-t-on trop fait pour les actionnaires, c'est d'abord sauver les actionnaires. Jean-Philippe Bidault, DNCA et ces sociétés de gestion entrepreneuriales ou familiales qui se sont développées depuis une vingtaine d'années sont-elles des sociétés qui ont plus la confiance des épargnants que des grands institutionnels financiers comme les grands assureurs internationaux ou les grands réseaux bancaires ? En même temps ne sont-elles pas à l'étroit dans ce costume d'actionnaire qu'on leur prête et qui n'est pas vraiment celui des actionnaires ? Comment peut-on remettre les épargnants au cœur du système, comment peut-on développer un véritable actionnariat des entreprises qui aurait ces responsabilités et qui ne serait plus délégué et dilué dans le système financier ?

Jean-Philippe BIDAULT

Vous parlez d'un actionnariat militant.

Gilles POUZIN

D'un actionnariat responsable, et existant avant d'être militant.

Jean-Philippe BIDAULT

Un peu syndicaliste militant ?

Gilles POUZIN

On le voit très bien sur les forums. Il n'y a pas beaucoup d'actionnaires en France. Ils sont 7 millions d'actionnaires individuels, la moitié sont actionnaires d'une seule société, celle dans laquelle ils travaillent. Il y a 7 millions de détenteurs d'actions dont la moitié en actionnariat salarié. Parmi les 3,5 millions d'actionnaires non salariés, il y a à peine 1 million d'actionnaires actifs. Sont-ils militants ou juste intéressés par leur rôle d'actionnaire ? On les voit débattre lors de forums ou sur Internet comme on peut voir débattre des salariés. Ne manque-t-il pas un lieu de débat pour les actionnaires parties prenantes des entreprises, pour les stock holders, afin d'avoir de meilleurs échanges sur le rôle des actionnaires dans les entreprises ?

Jean-Philippe BIDAULT

Je n'arrive pas très bien à cerner l'intérêt de pouvoir attribuer aux actionnaires beaucoup plus de pouvoirs, de parole ou de droits lors des assemblées générales. L'investisseur, et je ne parle pas de l'actionnaire, investit sur nos conseils – il nous suit, en tout cas –, dans des sociétés qui lui apportent une rentabilité ou une création de richesse sur l'horizon

d'investissement. Quelle est leur volonté d'agir sur le management ? Il n'y en a pas. C'est un investissement de conviction.

Gilles POUZIN

Le rôle des actionnaires, c'est un faux débat.

Jean-Philippe BIDAULT

En France, en droit, il est possible de faire un pacte d'actionnaires, censé aussi protéger l'actionnaire minoritaire. Si le pacte n'est pas respecté, l'actionnaire minoritaire a droit à une indemnité. Mais en aucun cas à ce que l'action qui aurait dû être faite soit accomplie. Donc la protection n'existe pas. On peut très bien, par l'intermédiaire du pacte d'actionnaire, exproprier un actionnaire sans en subir les conséquences pénales.

Gilles POUZIN

Finalement, on arrive à la conclusion que nous n'avons pas d'actionnaire vraiment représentatif, du coup que cela ne sert à rien de leur donner plus de pouvoir. On revient à la situation antérieure.

Jean-Philippe BIDAULT

En revanche, si je joue le rôle capitalistique, c'est-à-dire si je ne suis pas seulement investisseur, j'ai un rôle actif et là je suis un actionnaire militant. Je vais donc vouloir intervenir dans le management. L'argent que j'ai personnellement investi dans la société, c'est peut-être une part significative de 10 %, 20 % ou 30 % du capital. Alors là, je vais vouloir intervenir et influer sur le management. Si j'ai investi dans cette société, c'est que je crois dans son management, dans son marché, dans la façon dont les salariés travaillent et commercialisent leurs produits et leurs services. C'est un investissement de conviction, donc j'agis en capitaliste. Qu'effectivement je participe aux débats lors des assemblées générales me paraît tout à fait normal. Mais pour l'investisseur qui investit pour faire fructifier son épargne, sans prendre le chapeau capitalistique, je ne vois pas où est le problème.

Gilles POUZIN

Nous allons maintenant ouvrir notre débat. Avez-vous des questions ?

Une personne dans la salle

Je voulais rebondir sur la dichotomie entre les investisseurs du fonds et celui qui représente le fonds, c'est-à-dire M. Bidault dans sa société. Finalement, vous avez une intervention active et vous croyez au management. Vous avez un rôle finalement en contradiction avec ce pour quoi on vous rémunère. L'investisseur a plutôt une approche d'épargne et vise une rentabilité. Vous devenez peut-être un peu schizophrène par rapport à l'intérêt de celui qui vient vous voir et des décisions que vous devez prendre au sein de l'entreprise. Comment réagissez-vous par rapport au conflit d'intérêts qui peut apparaître parfois ?

Jean-Philippe BIDAULT

Effectivement, on est obligé de noter dans notre rapport d'exercice des droits de vote les conflits d'intérêts qu'on aurait pu rencontrer. Jusqu'à présent, nous n'en avons pas

rencontré. Quand vous dites qu'on a une influence sur le management, pas du tout. Les sociétés dans lesquelles nous sommes investis viennent nous voir, nous présentent leurs projets, leur management, leur structure financière. Mais on ne leur dit pas de changer de méthode sinon on n'investit pas. Si on croit dans les projets qu'elles nous présentent et dans le marché dans lequel elles sont, on investit. Nous écoutons le management, et s'il nous convainc, si l'on croit au marché dans lequel il se trouve, on investit. C'est tout.

Maxime DELHOMME

Le problème, c'est la nature du projet. C'est très gentil d'avoir une conviction sur trois ans, mais c'est court. La rentabilité immédiate n'est pas ce que cherchent les gens. D'ailleurs, il n'y a qu'à regarder pourquoi les gens achètent de l'immobilier et ne sont plus actionnaires. C'est parce qu'ils ont voté avec leurs pieds. Ils peuvent avoir confiance dans des produits d'épargne sur lesquels ils vont avoir un contrôle en tant que consommateurs, avec une législation tout à fait différente. Mais le vrai problème, c'est que l'actionnaire achète des titres à droite ou à gauche, sur des rentabilités immédiates, sur des coups de Bourse qui sont des combats de mégalomanes extraordinaires. Pour avoir été administrateur pendant dix ans d'une société, je peux vous dire que la mégalomanie est la maladie la plus répandue dans le management avant la schizophrénie. On ne peut pas freiner les gens pour faire des opérations absolument gigantesques qui vont faire monter le cours. Ce qui intéresse les gens qui veulent placer leur épargne en actions, c'est la sécurité sur le long terme. La notion de bon père de famille a été sérieusement secouée.

Vous vous plaignez qu'on en fait trop pour l'actionnaire qui est censé être le capital. C'est le capital contre le capital, aujourd'hui. Est mis de côté l'épargnant qui finalement n'existe plus dans ce système. On n'a pas eu le temps de parler des class actions, mais c'est la cerise sur le gâteau !

Gilles POUZIN

Y a-t-il une autre question ?

Une autre personne dans la salle

Nous vivons dans un monde, en ce qui nous concerne en France, extrêmement latin et nous nous comparons souvent au régime anglo-saxon. Il y a une grande différence entre le monde anglo-saxon et le monde latin, c'est que le premier a cherché depuis très longtemps à développer les systèmes de gouvernance. Or on voit que les grands accidents arrivent en général dans des sociétés dans lesquelles les niveaux de qualité de gouvernance sont faibles pour ne pas dire inexistants.

Ce qui m'étonne, c'est que même dans la bouche de notre ami Maxime, je n'ai pas trouvé un plaidoyer au-delà de savoir s'il faut donner encore des droits à l'actionnaire. Je ne suis pas de ceux qui pensent que la loi règle tous les problèmes, tant s'en faut. Je pense que les lois s'empilent et finissent par se neutraliser pour ne plus avoir d'effet. Je crois beaucoup plus aux bonnes pratiques et à l'éducation. Mais l'éducation passe par des systèmes de gouvernance. Pourquoi, quand on défend des actionnaires minoritaires, ne pas avoir la volonté de pousser à des systèmes de gouvernance ?

Gilles POUZIN

Il serait intéressant d'avoir le point de vue sur la gouvernance d'Anne-Claire Taittinger et d'Agnès Courtoux qui ont connu différentes sociétés, Dexia, sociétés familiales, les SCOP, les SEM et le Crédit Foncier. Que peut-on faire pour améliorer la gouvernance ?

Anne-Claire TAITTINGER

Vous avez raison. Une part de la réponse aux questions que nous nous posons est liée à la qualité de la gouvernance. Ce sont des règles qui obligent les dirigeants, les actionnaires, les membres des conseils d'administration à se poser un certain nombre de questions, à réfléchir, à s'évaluer, à voir si le travail de chacun est fait suivant un certain nombre de normes et répond à un certain nombre d'impératifs.

Je pense très souvent à l'exemple de Dexia, une banque très bien notée par les agences de notation. Cette banque faisait extrêmement attention à ses coefficients de capitaux propres par rapport à ses engagements. On regardait cela tous les jours. On avait des comités d'audits de toute sorte, extrêmement procéduriers. Il y avait des filiales américaines donc il fallait que tout soit impeccable. Quand on devenait administrateur de Dexia, on avait tout de suite un document épais à étudier, qui était la gouvernance de l'entreprise dans tous ses aspects. Je dois dire que j'étais rassurée par cette gouvernance à l'anglo-saxonne, intéressée, épatée même. Cela complétait mon éducation. Et puis arrive septembre 2008, la faillite de Lehmann Brothers, les marchés de liquidités interbancaires se gèlent. On s'est aperçu chez Dexia, comme dans toutes les banques, qu'il y avait une chose que les comités d'audit ne regardaient pas, c'était le coefficient de risque. Mais là, tout était défaillant, les écoles mathématiques américaines et françaises ne cotaient pas le risque systémique. Les assureurs ne cotaient pas le risque qui arrive une fois tous les 500 ans et les banquiers ne cotaient pas le risque d'illiquidité mondiale. Et arrive la catastrophe.

Gilles POUZIN

C'était pourtant dans le *Revenu*. Mandelbrot le disait.

Anne-Claire TAITTINGER

Mais il le disait dans le désert. Je n'ai pas regardé les grilles de notation des trois agences, mais je suis sure qu'il n'y avait pas la notion de risque. Il y a toujours quelque chose très important qu'on ne voit pas, même avec des gouvernances avancées. Les gens qui connaissent bien leur métier sont sensibles au risque. J'ai suffisamment rempli, pour les sociétés cotées, de cartes de risque. Je dois dire que dans les sociétés non financières on pensait à tous les risques financiers, mais jamais au risque opérationnel. Je ne sais pas ce qu'il en est chez Accor. Imaginons qu'Accor s'approvisionne chez un boucher en gros et que la viande est avariée, c'est un risque pour la réputation, l'image, mais on ne le cote jamais. On n'y pense pas et on ne le signale jamais. Donc il faut appliquer les gouvernances avec intelligence et en sortant un peu des cadres, sinon on ne voit pas ce qui vous pend au nez.

Gilles POUZIN

Agnès Courtoux, quel est votre avis concernant la gouvernance au Crédit Foncier et aux Caisses d'Épargne ?

Agnès COURTOUX

Comme je l'expliquais tout à l'heure, la crise au Crédit Foncier est née de la conjonction de deux événements, dont la remontée des pertes des filiales. À l'époque, les représentants du personnel avaient alerté du fait que ces filiales étaient en train d'acheter des actifs alors qu'il y avait déjà une crise immobilière qui avait démarré dans les années 1991, 1992. En tant que salariés, même n'étant pas experts, nous voyions que nous étions en train de prendre

des risques majeurs, de développer des activités et d'acheter des actifs, y compris à l'étranger, au plus haut prix.

Une personne de l'assemblée

Et on ne vous a pas écouté.

Agnès COURTAUX

Non, on ne nous a pas écoutés. Et quand on a déclenché un droit d'alerte, on nous a dit qu'on luttait contre les intérêts de l'entreprise, ce qui bien sûr était faux. Ces erreurs ont été reproduites ensuite lorsque nous avons été rachetés par le groupe des Caisses d'Épargne. Vous parliez tout à l'heure de mégalomanie. Je n'ai pas peur de dire que nous avons eu des dirigeants qui étaient mégalomanes.

Maxime DELHOMME

Y compris sur le montant de leur salaire.

Agnès COURTAUX

Tout à fait ! Quand on assiste à un conseil d'administration où on vous dit qu'on va augmenter la masse salariale de 1,7 % et que c'est déjà beaucoup, mais que dans le même temps leur rémunération va augmenter de 25 %, croyez-moi, on voit rouge.

Maxime DELHOMME

C'est ce type de gouvernance que les actionnaires minoritaires ont dénoncé il y a longtemps puisque c'est de l'abus. Il y a plus de dix ans, des discussions ont porté sur la gouvernance. On a fait des colloques ensemble, mais cela s'est révélé vain. Parce que la gouvernance collective dépend de la qualité du dialogue. L'exemple est parfait. Dans beaucoup d'entreprises, les salariés savent très bien les erreurs qu'il ne faut pas faire. Et arrive quelqu'un qui selon les époques et les modes joue. Quelquefois, à être audacieux il gagne. Il y en a un qu'on met dans les gazettes et qui a réussi à faire un score, qui justifie la prise de risque de tous les autres, mais il n'en a cure, car si cela se passe mal, il va recommencer ailleurs avec une très bonne rémunération. Les autres, elle et moi, puisque je représente les petits actionnaires, sommes impuissants. Nous ne sommes donc pas contents, nous sommes obligés de rester au travail, mais on ne donne plus notre argent.

Personne de l'assemblée

Je voudrais faire une remarque. J'ai été investisseur institutionnel pendant 25 ans et je me souviens très bien qu'à l'époque, si l'on voulait exercer un rôle quelconque dans une société, simplement voter par conviction pour des choses et non pas simplement donner pouvoir comme on nous l'avait préparé, il fallait s'expliquer extrêmement violemment vis-à-vis de nos propres clients qui nous demandaient des comptes qu'on était bien incapable de leur donner. Deuxièmement, la direction des assurances n'hésitait pas non plus à vous convoquer pour nous demander quel rôle nous jouions. Deux solutions s'offrent à un investisseur institutionnel. Soit vous vous intéressez à une entreprise parce que vous en prenez le contrôle et vous la dirigez, quel que soit le pourcentage de l'actionnariat que vous avez. Soit vous êtes un sleeping partner. C'est-à-dire que vous votez avec vos pieds. S'il se passe quelque chose, c'est que vous adhérez à un système, si le système ne vous convient pas,

vous partez. Mais en attendant, vous votez comme on vous le demande. Pratiquement, vous ne pouvez pas faire autrement.

Ma deuxième remarque, c'est qu'à titre personnel j'ai siégé pendant longtemps dans le comité stratégique d'une grande banque de l'immobilier. Nous n'étions pas actionnaires. J'ai très bien vécu la crise de 1990 puisque je m'occupais des placements à l'époque. Il y avait unanimité, y compris des dirigeants de cette banque, pour dire qu'on allait droit dans le mur. Mais la banque en question, ses dirigeants, les actionnaires et l'État disaient qu'il fallait quand même continuer, car on n'avait jamais autant gagné d'argent. On ne pouvait pas arrêter la machine. Tout le monde fonçait tête baissée. Cela explique pas mal de choses.

En tant qu'actionnaire individuel, comment fait-on ? Moi, je suis la première génération à travailler. Je n'ai pas le temps d'aller aux assemblées. Vous faites comment pour aller à Vevey, à La Haye, à Paris ou ailleurs. Matériellement, comment faire ? Par ailleurs, on reçoit des pavés d'information. Je suis censé savoir à peu près lire et écrire, mais là, je ne sais pas faire, car je suis incapable derrière cela d'en tirer des conclusions. Je ne sais pas s'il y a beaucoup de personnes dans cette salle qui sont capables de tirer des conclusions opérationnelles de pavés comme ceux que l'on reçoit. Comment fait-on ?

Gilles POUZIN

M. Todorov pourrait peut-être nous éclairer. C'est la science du conseil juridique aux entreprises. Le document de référence de Natixis, qui faisait 800 pages, indiquait, paraît-il, tous les risques de voir passer l'action de son cours d'introduction de 15 euros à 1,50 euro. C'est une très bonne remarque. La réponse que donnent parfois les dirigeants en s'appuyant sur leur conseil est incluse dans une masse d'informations pour qu'on ne trouve pas l'information stratégique. Là, on touche le débat de la déontologie de la presse qui m'est cher, mais c'est sans doute un autre débat. Y a-t-il d'autres questions sur les actionnaires, sur leur rôle ?

Personne de l'assemblée

On n'a pas répondu à ma question : comment peut-on faire ?

Gilles POUZIN

On est en France. Nous avons débattu des problèmes auxquels nous sommes confrontés pour constater notre impuissance quant aux inerties du monde.

Une autre personne de l'assemblée

Je n'ai pas du tout entendu ce à quoi je m'attendais. Je lis le titre, « En a-t-on fait trop pour l'actionnaire ? », mais on a parlé que de l'actionnaire. Il y a d'autres acteurs dans l'entreprise. Quand je lis le titre de cette table ronde, je comprends : en fait-on trop pour l'actionnaire par rapport aux autres moyens de production qu'est notamment le travail ? Quand on écoute les médias d'une façon générale et qu'on écoute les représentants des syndicats et des salariés, c'est tout pour l'actionnaire et rien pour le travail. Je ne sais pas s'ils ont raison, mais le vrai débat de société, c'est plutôt celui-là, ce n'est pas de savoir si les actionnaires en ont assez ou pas assez. Le vrai débat de la société porte sur répartition entre les différents facteurs de production.

Gilles POUZIN

Agnès Courtoux travaille sur ce sujet au sein du CESE. La réindustrialisation de la France, l'orientation de l'économie, que doit-on faire ?

La même personne

J'ai une proposition à vous faire sur les chiffres. La façon dont nous calculons les résultats des entreprises n'est pas adaptée. Cela vient du droit, le résultat d'une entreprise est calculé après rémunération du travail, mais pas après rémunération du capital. Ce qui fait qu'on ne connaît pas le résultat réel disponible après la rémunération normale du capital. Je suggère que l'on redéfinisse le mode de calcul du résultat de l'entreprise après rémunération normale de l'actionnariat.

Agnès COURTOUX

Merci, monsieur, de cette suggestion que l'on retient. Si on a connu cette crise qui nous vient des États-Unis, on a eu un modèle sous les yeux. Aux États-Unis, ils ont beaucoup récompensé l'actionnaire, très peu les salariés, à un tel point qu'ils avaient imaginé à un moment de prêter de l'argent y compris à des salariés très pauvres. On voit ce que cela a donné.

Pierre TODOROV

Comme vous le savez, aux États-Unis, les sociétés versent très peu de dividende.

Gilles POUZIN

C'est l'intermédiaire qui est récompensé.

Agnès COURTOUX

Le salarié, lui en tout cas, n'a rien eu.

Gilles POUZIN

Finalement, il faudrait faire un débat supplémentaire sur « Y a-t-il trop d'intermédiaires entre les actionnaires et les sociétés ? » !

Un intervenant dans la salle

Dans le partage du résultat, si l'on regarde les statistiques des quarante dernières années, on voit bien que dans la valeur ajoutée les salaires ont représenté environ 67 % en France. Aux États-Unis, c'est 63 %, l'Australie 64 %, le Canada 63 %, etc. On reste dans ces eaux-là. Dans les années 1980, on est monté à 72, 73 %. On a corrigé et on est revenu aujourd'hui autour de 65 %. C'est toujours le vieux débat : en donne-t-on trop à l'actionnaire et pas assez au salarié ? On a vu le débat avec France Télécom lorsque l'entreprise a dégagé un résultat de 3,4 milliards d'euros et qu'il a distribué un dividende de 3,7 milliards. L'entreprise avait distribué plus qu'elle n'avait gagné. Il ne faut pas oublier qu'un des actionnaires importants de France Télécom, c'est l'État. Or vous savez que l'État a besoin d'un peu d'argent en ce moment.

Alors bien sûr, c'est ce que ressentent les salariés qui disent qu'ils sont moins favorisés dans le partage de la valeur ajoutée. Toujours sur la même période que j'évoquais tout à l'heure, à

partir des années 1980, on voit effectivement que les dividendes progressent sensiblement, car on va passer en gros de 3 %, 4 % à 7 % ou 8 %. C'est une progression très sensible des dividendes, mais on voit qu'en même temps, cela se traduit par un recul important de l'endettement. Donc des frais financiers moins importants.

Le débat est clair. L'entreprise a besoin d'argent. Elle a deux solutions. Elle va voir son banquier pour qu'il lui prête de l'argent ou elle va voir un investisseur qui va rentrer avec des capitaux propres. L'entreprise fera son choix en fonction de ses intérêts. Lorsqu'elle ne pourra pas le faire en allant sur le marché, elle ira chez son banquier.

Gilles POUZIN

Merci pour cette contribution.

Cela dit, puisqu'une de mes activités par ailleurs est de siéger au Conseil national de l'information statistique, le débat sur la répartition de la valeur ajoutée a une certaine profondeur. Vous parlez de la part de la valeur ajoutée qui revient aux salariés, mais un important débat porte sur le partage entre les salariés. En effet, certains salariés décident de leur salaire et les autres non. Dans le débat sur les actionnaires, certains salariés décident de leur salaire au nom des actionnaires qui n'ont pas tellement la parole. Ils décident de leur rémunération qui est comptabilisée en partie pour les statistiques dans la catégorie salaires. C'est peut-être différent en droit social, mais en comptabilité nationale, cela rentre dans les salaires.

Ces salariés fixent eux-mêmes leur salaire ; en 2010, un cas très intéressant a été traité par Daniel RICHARD (phonétique), un avocat que nous avons convié à nous rejoindre. Les salariés dirigeants de Total fixent leur rémunération ou plutôt se la font fixer par leur conseil d'administration où ils cooptent des gens qui sont d'accord avec la rémunération qu'ils leur demandent de fixer. Parmi les membres du conseil d'administration de Total, siège un représentant du fonds des actionnaires salariés. Un jour, il indique qu'en période de crise, en 2010, il ne faut plus faire comme auparavant. Le fonds des actionnaires salariés comprend trois représentants de la direction. Ces personnes, qui sont aussi des actionnaires salariés, sont nommées par la direction. Ces représentants voulaient faire voter au sein du conseil d'administration du fonds d'actionnariat salarié de Total une résolution pour approuver les rémunérations des dirigeants décidées par le conseil d'administration de Total. Le représentant salarié du fonds d'actionnariat salarié, élu et non nommé par la direction, donc beaucoup plus vulnérable, n'était pas d'accord. Il a juste rappelé le règlement intérieur, les statuts du fonds d'actionnariat salarié en disant que les dirigeants nommés par la direction ne peuvent pas voter puisqu'ils ne sont pas élus. Devinez ce qu'a fait la direction de Total ? Elle lui a fait un procès et demandé des dommages et intérêts parce qu'il allait à l'encontre de la bonne marche de l'entreprise.

Donc dans le débat sur la répartition de la valeur ajoutée, un biais est difficile à interpréter entre les différentes catégories de salariés et surtout dans leur position vis-à-vis des actionnaires. Certains sont enfermés dans le débat et disent qu'on leur demande des choses au nom des actionnaires, d'autres demandent des choses au nom des actionnaires, mais ce sont les mêmes qui ne veulent pas que les actionnaires expriment un point de vue indépendant et différent du leur.

Je ne sais pas si j'ai répondu, au moins partiellement, à votre question. Jean-Philippe Bohringer va conclure et nous pourrons poursuivre ce débat tout à l'heure de manière informelle.

Jean-Philippe BOHRINGER

Un mot de conclusion déjà pour vous remercier de la qualité de vos interventions. On voit bien en traitant des sujets de gouvernance, de partage de valeur ajoutée, d'investissements

ou de politiques de vote qu'on touche à des sujets sensibles, car ce sont des sujets de société. Je voulais clore cette convention, remercier chacun d'être resté avec nous toute la journée, remercier tous les membres de leur participation active à nos travaux tout au long de cette année.